

Шульга О. О.,

аспірантка Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління Міністерства фінансів України,
заступник начальника управління – начальник відділу
валютного контролю за діяльністю банків та їх установ
Департаменту валютного контролю та ліцензування
Національного банку України

ФОНДОВІ ІНДЕКСИ ЯК ОСНОВНИЙ ПОКАЗНИК СТАНУ РИНКУ КАПІТАЛУ

Здійснено комплексний аналіз динаміки поведінки фондового ринку України в 2008–2009 рр. та наведено прогнози щодо його подальшого розвитку. Розкрито економічну сутність, складові та види основних показників стану фондового ринку – фондових індексів. Доведено наявність тісного зв'язку між індексами вітчизняного фондового ринку та основними зарубіжними індексами, запропоновано підходи до вдосконалення механізму та показників оцінки стану фондового ринку України.

Ключові слова: фондовий ринок, ДКЦПФР, індекс ПФТС, інтегральний індекс фондового ринку, композитні (інтегральні) індекси, спеціалізовані індекси, “Українська біржа”, інвестори, похідні фінансові інструменти, хеджування.

Фондовий ринок є важливою складовою фінансового ринку та фінансової системи держави. Кризові явища в реальному секторі економіки, зокрема падіння рівня виробництва внаслідок зміни кон'юнктури попиту на продукцію, у першу чергу на зовнішньому ринку та в окремих сегментах фінансового ринку (банківській системі, страховому бізнесі), не могли не позначитися на стані фондового ринку України. У статті здійснено комплексний аналіз динаміки фондового ринку України за 2008–2009 рр. та наведено прогнози стосовно шляхів його подальшого розвитку.

Протягом останніх десяти років фондовий ринок України демонстрував вражаючу динаміку приросту за основними показниками, однак розвивався зі збереженням певних диспропорцій, насамперед інституційного характеру, які зумовили його високу вразливість до зовнішніх і внутрішніх факторів дестабілізації.

Аналіз останніх публікацій та досліджень свідчить про те, що стан фондового ринку, зокрема рівень ділової активності й очікування учасників ринку, є важливим барометром майбутніх процесів у фінансовому та, опосередковано, реальному секторах економіки. Відтак важливе місце відводиться пошуку комплексної системи індикаторів поточного стану фондового ринку та прогнозуванню шляхів його розвитку, особливо в умовах глобальної волатильності. Тому метою статті є аналіз вітчизняного фондового ринку через призму найбільш широкоживаних у світовій практиці показників стану ринку капіталу.

Головними показниками, що характеризують стан фондового ринку, є обсяг торгів і фондовий індекс¹. В Україні традиційно для характеристики ринку застосовувався індекс Першої фондової торговельної системи (далі – індекс ПФТС), динаміка якого за останні два роки була нестійкою (рис. 1). Наведені дані свідчать про тривале, однак нестабільне зростання значення індексу протягом 2007 р., досягнення історичного максимуму на початку 2008 р. та катастрофічне, шестикратне падіння впродовж 2008 – першої половини 2009 рр., що змінилося не менш різким зростанням, яке триває й досі. Якщо на початку 2009 р. рівень індексу відповідав показникам 2005 р., то на початку IV кв. 2009 р. він досяг рівня середини 2007 р.

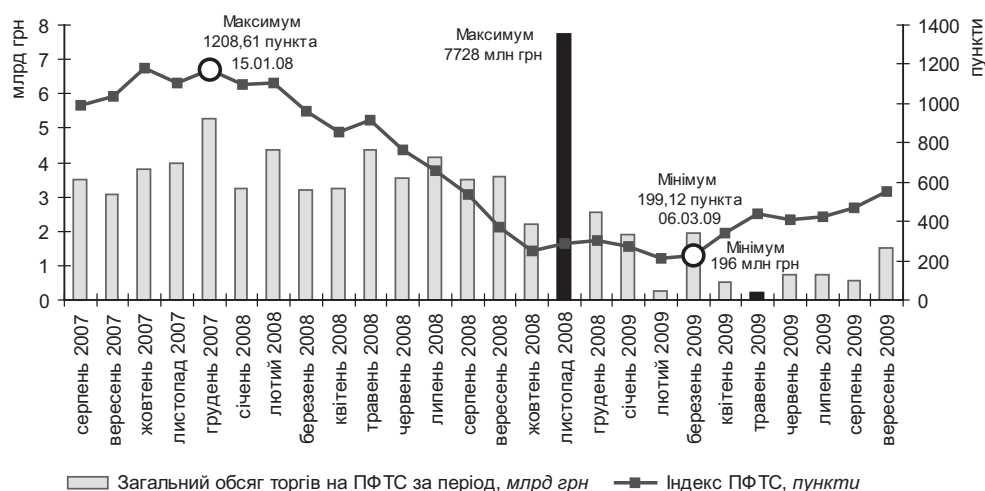


Рис. 1. Динаміка індексу ПФТС та обсягу торгів

Джерело: Перша фондова торговельна система [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com>.

Характеризуючи фондовий індекс та його динаміку, слід зазначити, що індекс ПФТС хоч і є найбільш вживаним індексом фондового ринку України, однак об'єктивно не може претендувати на місце головного індикатора з таких причин:

- Індекс ПФТС є індексом вартості акцій. Однак характерною ознакою вітчизняного фондового ринку є переважання обігу боргових цінних паперів над обігом інструментів капіталу. Так, за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР), найбільша питома вага в обсягах сукупних торгів, аж до 2008 р. включно, припадала на облігації підприємств (табл. 1). Лише в 2009 р. ця тенденція змінилася.
- Індекс ПФТС є індексом біржового ринку. В Україні протягом зазначеного періоду існував активний позабіржовий ринок, дані якого, цілком зрозуміло, не враховані в значенні індексу ПФТС.

¹ Може наводитися у вигляді кількості або суми укладених угод протягом періоду часу, або як спеціальний показник “капіталізації”, що враховує обидва зазначені чинники одночасно.

Таблиця 1

Фондові інструменти у загальному обсязі торгів

Показник	2008		2009									Питома вага, %	
	Обсяг торгів за рік, млн грн	Питома вага, %	Обсяг торгів за місяцями, млн грн										
			01	02	03	04	05	06	07	08	09		Усього за 9 міс.
Акції	14 343	26,6	2 222	278	261	1 636	630	402	401	646	646	7 122	42,7
Облігації підприємств	27 683	51,4	508	705	540	340	253	943	817	1 356	1 356	6 820	40,9
Державні облігації	10 828	20,1	45	294	1 542	78	85	110	15	220	220	2 610	15,6
Місцеві облігації	585	1,1	0	1	2	4	—	0	1	2	2	13	0,1
Інвестиційні сертифікати	314	0,6	7	18	6	3	18	27	18	8	8	114	0,7
Деривативи	90	0,2	2	1	1	1	1	0	0	1	1	7	0,0
Іпотечні облігації	—	0,0	—	—	—	—	—	—	—	3	3	6	0,0
Усього	53 842	100,0	2 784	1 297	2 353	2 062	986	1 483	1 252	2 238	2 238	16 692	100,0

Джерело: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>.

ПФТС спільно з аналітичним агентством Cbonds до травня 2009 р. розраховувала окремі індексні показники для облігації – ПФТС-Cbonds² та ПФТС-Cbonds/TR³ (рис. 2). Проте вони не отримали широкої популярності, тому їх розрахунок було призупинено.

Чи існували в Україні інші фондові індекси, які б могли претендувати на більшу повноту індикації ринку з точки зору охоплення? ДКЦПФР як

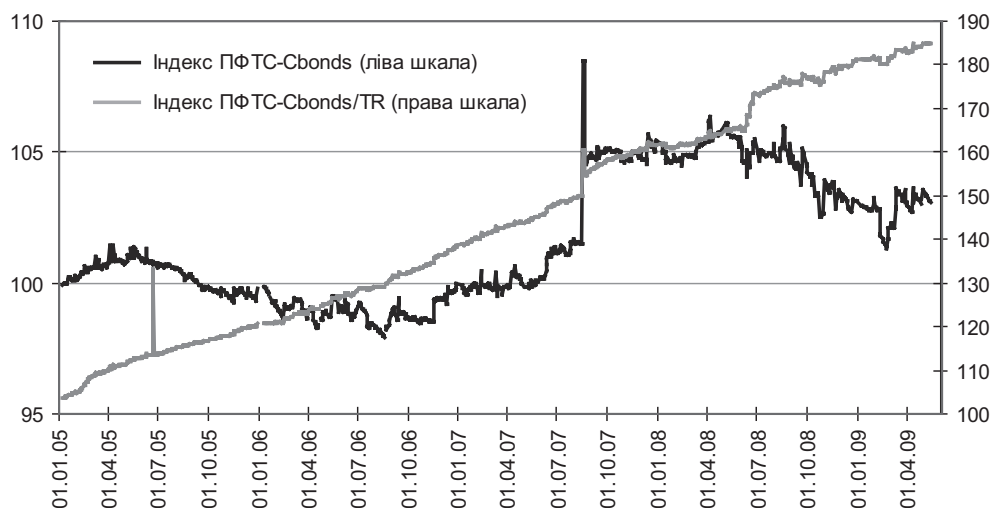


Рис. 2. Динаміка індексів ПФТС-Cbonds та ПФТС-Cbonds/TR, пункти

Джерело: ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com>.

державний орган, що наділений повноваженнями регулювання у сфері обігу цінних паперів в Україні, протягом 2006–2008 рр. розраховувала та оприлюднила так званий інтегральний індекс фондового ринку, який охоплював акції вітчизняних емітентів за кількістю виконаних угод незалежно від місця їх укладання (рис. 3).

Як бачимо з наведених даних, якщо в цілому тренди зазначеного індексу та індексу ПФТС збігалися, то починаючи з другого півріччя 2008 р. ці індикатори вступили в дисонанс. Поясненням такої тенденції є переміщення в цей період основної активності на позабіржовий ринок, який охоплювався інтегральним індексом, однак не входив до індексу ПФТС. На жаль, остання інформація щодо цього індексу, яка була оприлюднена ДКЦПФР, відноситься до III кв. 2008 р. З того часу актуалізації індексу не відбувалося.

² Індекс “ПФТС-Cbonds” характеризує зміну цін корпоративних облігацій з терміном до погашення (найближчої оферти) до одного року (без врахування накопиченого купонного доходу). Це індекс для аналітиків та портфельних інвесторів.

³ Індекс “ПФТС-Cbonds/TR” характеризує умовну вартість індексного портфеля, який складається з корпоративних облігацій з терміном до погашення (найближчої оферти) до одного року. При цьому отримані процентні платежі одразу реінвестуються в той самий індексний портфель. Це індекс для стратегічних інвесторів.

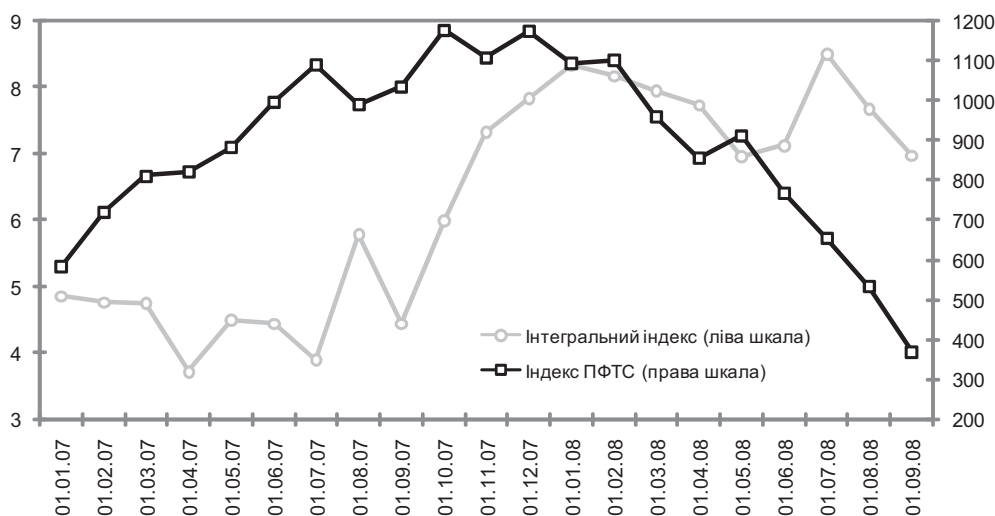


Рис. 3. Динаміка інтегрального індексу фондового ринку України, пункти

Джерело: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.

Таким чином, в Україні протягом тривалого часу існував лише один широко вживаний показник ділової активності фондового ринку. Чи достатньо цього?

Для відповіді на це питання слід звернутися до світової практики.

Оскільки міжнародний фондовий ринок вже досить давно працює не за принципом країни походження емітента, а за принципом перебування в лістингу організатора торгівлі, то індекси, які застосовуються, мають інтернаціональний характер. Аналіз переліку та структури цих індексів вказує на те, що у світовій практиці прийнято розрізняти композитні (інтегральні) та спеціалізовані індекси. Перші розраховуються на базі тих інструментів, обсяги торгів за якими або капіталізація яких є найбільшою на конкретному торговельному майданчику, незалежно від країни походження чи виду економічної діяльності емітента. Отже, розрізняють такі композитні індекси, як Dow Jones Averages, NASDAQ та S&P 500, кожен з яких має субкомпонентні індикатори, наприклад Dow Jones Industrial Averages – для акцій компаній важкої промисловості, S&P/ASX200 – для емітентів Австралії. Для такого розподілу необхідно мати досить велику генеральну сукупність, оскільки застосування статистичних методів та прийомів, покладених в основу більшості індексів, неможливо здійснити за невеликих обсягів спостережень. Так, індекс Dow Jones Averages розраховується за даними трьохсот акцій, S&P 500 – за даними п'ятисот. Динаміку цих індексів наведено на рис. 4.

На сьогодні в індексному кошику ПФТС перебуває лише 20 вітчизняних емітентів (табл. 2). При цьому деякі види економічної діяльності, наприклад, фінансовий сектор, представлені лише кількома позиціями. Саме тому в

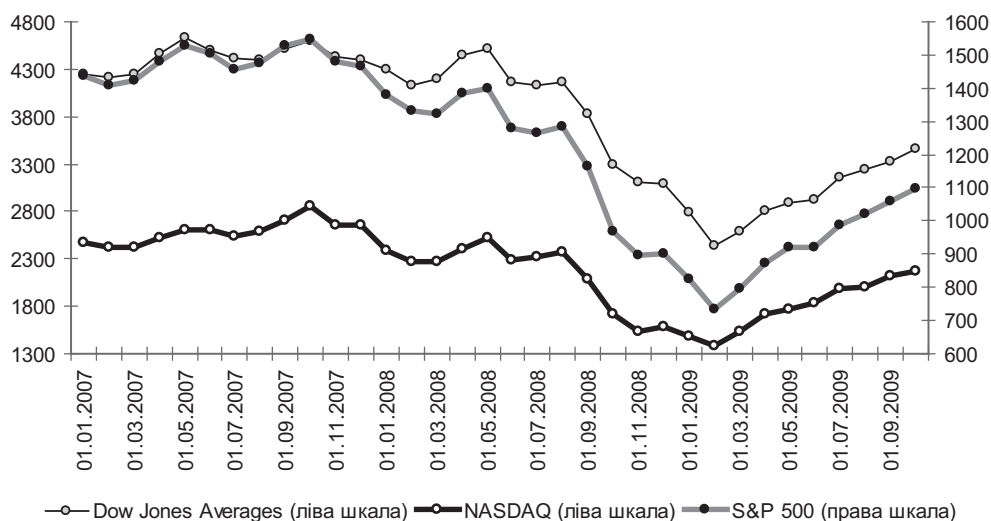


Рис. 4. Динаміка значень індексів Dow Jones Averages, NASDAQ та S&P 500

Джерело: дані Dow Jones Inc, NASDAQ та Standard & Poor's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: finance.yahoo.com.

Україні поки не вдалося виробити індустріальні субіндекси, а пропозиції щодо їх створення є передчасними.

Крім того, з середини 2009 р. ПФТС почала втрачати монопольну позицію основного торговельного майданчика. Активний розвиток конкурентів, зокрема “Української біржі”, спричинив перенесення основної діяльності деяких учасників ринку до інших торговельних майданчиків. За даними ДКЦПФР, протягом 9 місяців 2009 р. відбулася суттєва зміна часток ринку, які обслуговувалися окремими біржами. Так, якщо раніше ПФТС займала понад 85 % ринку, то зараз – ледь більше половини. Отже, у сучасних умовах слід звертати увагу також на індекси, що розраховуються іншими організаторами торгів. Зокрема, “Українська біржа” почала розраховувати власний індекс акції (індекс UX) з січня 2008 р., що відображено на рис. 5. Підвищення ролі “Української біржі” дає змогу зробити припущення про одночасне зростання важливості індексу, який нею розраховується, та можливе намагання посісти місце другого національного індексу.

Проведене дослідження свідчить, що методи розрахунку, покладені в основу фондових індексів, дозволяють здійснювати не тільки аналіз рядів динаміки за окремим ринком або організатором торгівлі, а й зіставляти дані різних країн чи торговельних майданчиків. У цьому контексті інформація про суттєвість зв'язку між вітчизняними та закордонними індексами дасть змогу оцінити, наскільки фактори, які впливають на світовий фондовий ринок, позначаються і на вітчизняному ринку. З цією метою здійснено розрахунок коефіцієнтів парної кореляції трьох основних світових фондових індексів – Dow Jones Averages, NASDAQ і S&P 500 та двох основних вітчизняних індексів – ПФТС і UX (табл. 3). Отримані дані свідчать про наявність

Таблиця 2

Структура індексного кошика ПФТС на 1 жовтня 2009 р.

Тікер	Назва емітента	Галузь	Питома вага, %
ZAEN	Західенерго	Комунальна	11,26
MSICH	Мотор-Січ	Виробнича	11,23
CEEN	Центренерго	Комунальна	10,84
UNAF	Укрнафта	Енергоносії	9,08
MMKI	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	Сировинна	8,62
AZST	Азовсталь	Сировинна	7,10
UTLM	Укртелеком	Телекомунікації	6,54
SMASH	Сумське машинобудівне НВО ім.Фрунзе	Виробнича	5,38
ENMZ	Єнакієвський металургійний завод	Сировинна	4,06
BAVL	РайффайзенБанк Аваль	Фінансова	3,98
NITR	ІНТЕРПАЙП Нижньодніпровський трубопрокатний завод	Сировинна	3,95
DNEN	Дніпроенерго	Комунальна	3,83
DOEN	Донбасенерго	Комунальна	3,04
USCB	Укрсоцбанк	Фінансова	2,75
PGOK	Полтавський ГОК	Сировинна	1,92
ALMK	Алчевський металургійний комбінат	Сировинна	1,91
STIR	Концерн “Стирол”	Сировинна	1,75
KVBZ	Крюківський вагонобудівний завод	Виробнича	1,07
AVDK	Авдіївський коксохімічний завод	Сировинна	0,99
MZVM	Маріупольський завод важкого машинобудування	Виробнича	0,67

Джерело: ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com>.

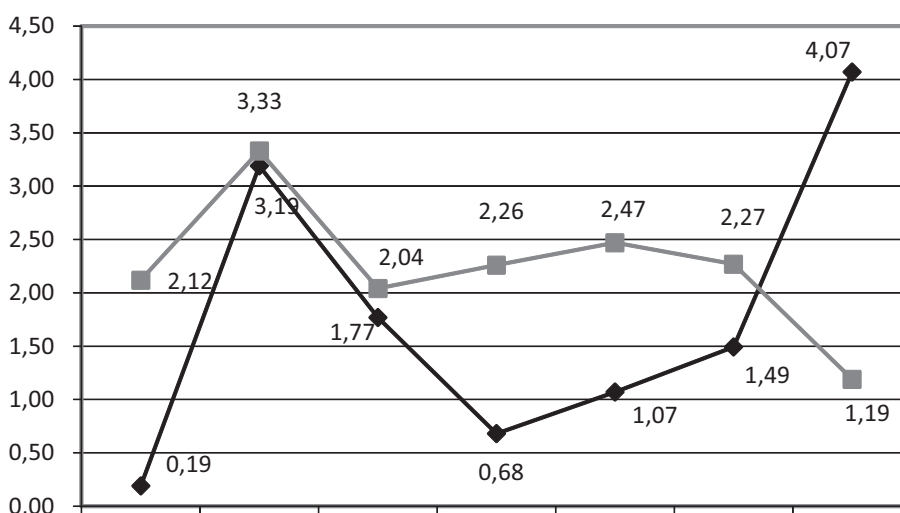


Рис. 5. Динаміка обсягу торгів та індексу “Української біржі”

Джерело: Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ux.com.ua>.

Коефіцієнти парної кореляції світових і вітчизняних фондових індексів

	Dow Jones Composite	S&P 500	ПФТС	Індекс УХ
Dow Jones Composite	×	0,9913	0,8518	0,6493
S&P 500	0,9913	×	0,8985	0,8418
ПФТС	0,8518	0,8985	×	0,9955
Індекс УХ	0,6493	0,8418	0,9955	×

Джерело: дані Dow Jones Inc, NASDAQ, Standard&Poor's, ПФТС, УБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://finance.yahoo.com>.

тісного взаємозв'язку між вітчизняними та зарубіжними фондовими індексами. Можна стверджувати, що серед усіх компонентів вітчизняного фінансового ринку саме фондовий ринок виявився найбільш відкритим до зовнішніх шоків.

На підставі проведеного дослідження можна зробити такі висновки і пропозиції.

Фондовий ринок України повинен мати не один, а декілька індексів, які б враховували не тільки біржову частину ринку, а й позабіржову. Оскільки окремі організатори торгів не володіють інформацією стосовно позабіржового ринку, то вони не можуть включати її до розрахунку власних індексів з метою більш комплексного врахування ринкової кон'юнктури. Отже, бажано відновити практику розрахунку інтегрованого індексу фондового ринку на підставі даних виконаних угод незалежно від місця їх укладання. Зробити це може тільки ДКЦПФР, бо лише державний регулятор має в своєму розпорядженні відповідні дані. Без цього індексу характеристика вітчизняного фондового ринку буде сегментарною, особливо на фоні реальної конкуренції між кількома біржами та появою альтернативних центрів ціноутворення та ліквідності.

Оскільки ринок боргових інструментів залишається важливою складовою вітчизняного фондового ринку, бажано виробити індексний індикатор, який би дозволяв оцінювати і його, а не лише ринок акцій. Здійснити це можна через відновлення розрахунку індексів ПФТС-Sbonds та ПФТС-Sbonds/TR або через створення окремого індексу, бажано на базі відповідних можливостей ДКЦПФР.

Продемонстрований тісний зв'язок між індексами вітчизняного ринку та основними зарубіжними індексами свідчить не лише про вплив факторів зовнішнього походження на кон'юнктуру вітчизняного фондового ринку, але й про збереження інтересу іноземних інвесторів до України навіть попри

низький суверенний рейтинг. Відтак розбудова інформаційної підтримки інвестора, частиною якої є індексна служба, – це не тільки “справа честі” вітчизняного ринку, але й запорука його швидкого відновлення на фоні зовнішніх позитивних зрушень.

Насамкінець слід зазначити, що важливість фондових індексів полягає не лише в тому, що вони описують досягнутий стан фондового ринку на певну дату. Світовий ринок похідних фінансових інструментів активно використовує продукти, що базуються саме на майбутньому значенні індексу як універсальному мірилі ділової активності та рівня цін. Це дозволяє інвесторам будувати ефективні стратегії хеджування ризиків роботи на фондовому ринку, оскільки наявність таких інструментів свідчить про високий рівень розвитку фондового ринку країни.